

資本市場の生命線

みずほ証券 経営調査部 上級研究員 くまがい ころう 熊谷 五郎

財務諸表利用者と監査制度

本稿を財務諸表ユーザーの立場でお引き受けすることになった。筆者自身は、セルサイドのアナリストやポートフォリオ・マネージャーとしての経験が長く、財務諸表ユーザーであった。長年自分なりの財務諸表分析・経済分析や、他の投資のプロフェッショナル達との意見交換を通じて、投資判断を形成してきた。

しかし自分のキャリアのほぼ最終プロセスにおいて、図らずも会計基準設定や監査制度に深く係わるようになった。そして、資本市場インフラとしての会計基準、監査制度の課題やあるべき姿について、自分自身の問題として深く考えるようになってきた。

正直に告白すると、現役のアナリストやポートフォリオ・マネージャーであった頃は、「会計基準そのもの」や「監査制度」について、深く考えることも、ほとんど意識することもなかった。財務諸表利用者にとって、重要なのは「会計基準そのもの」、「会計処理」や「監査人意見」ではなくて、財務諸表の分析や企業との対話を通じて、投資先またはその候補についてどのような投資判断、意志決定を下すかである。

それは、パソコンやタブレット端末、スマートフォンにどのような部品が使われているか、OSにどんな機能が用意されているかどうか、深い知識がなくても使いこなせるのと一緒である。もちろんそうした仕組みを知っていれば、より高いレベルでの使いこなしが可能かも知れない。しかし、それらが期待通り動いてくれるのであれば、あとは実地に使い倒して、自分なりの使い方を見出せば良いだけである。最近のデジタル端末は取扱説明書がなくても、直感で操作できる。しかし、直感で操作できるのは、デバイスが直感通りに動いてくれるからである。よく出来た仕組みは、その仕組みそのものを意識させない。

その意味で、「会計基準」や「会計処理」、「監査制度」などを意識しないで済むというのは、財務諸表利用者にとって仕合せなことである。財務諸表や財務報告制度が適切に機能しているからである。財務諸表利用者がそうした制度の不備を意識するの

は、まさに制度が適切に機能していないことが顕在化する時である。

これまでも会計基準の不備に対する財務諸表利用者の不満が高まり、それが是正されるということはいましばしばあったし現在もある。例えば、測定基礎として公正価値の重要性が高まったのは、原価では保有資産に生じた含み損益との乖離の結果、当期純利益や株主資本に関する経済実態を適切に描写できなくなり、その不整合が投資家の許容範囲を超えたからである。また、近々IASB、FASBより公表予定のリース契約に関する会計基準開発は、オペレーティング・リースがオフバランス化されていることに対する財務諸表ユーザーからの不満が大きな契機であった。

監査制度については、2000年代に入って、エンロン・ワールドコム事件の反省のもとに米国ではサーベンス・オクスリー法（SOX法）が制定され、内部統制報告書の作成、公認会計士による内部統制監査等が新たに導入されることになり、また日本でもこれに倣って日本版SOX法が制定された。

一方、監査報告書の様式や、外部監査人の監査意見については、何十年にもわたり、ほぼ現在の形が続いてきた。たった1ページの監査報告書は、極めて定型的であり、基本的に財務諸表が「無限定適正か否か」という独立監査人の意見しか、内容のある情報と呼べるものがない。一見、無味乾燥としか言いようがないが、重大な虚偽や誤謬がない財務諸表の作成責任を経営者に求める一方、財務諸表が一般に公正妥当と認められる会計基準に準拠して作成されており、どの部分にも重大な虚偽や誤謬がないという「保証」を独立監査人が担うという「二重責任の原則」の下では、非常によくできた制度、様式であると思う。

独立監査人による会計監査の過程では、一次情報へのアクセスが必要不可欠であるが、一次情報を発信できるのはあくまで作成者のみである。インサイダー取引など資本市場への信頼を揺るがす不正が起らないように、独立監査人など一次情報取得者はそれを厳重に管理しなければならない。必要な情報のみを発信し、不必要な情報を一切発信しないという意味では、現在の監査報告書の様式は徹底している。

様々な問題点を指摘されながらも、現行の監査報告書の様式が維持されてきたのは、やはり非常に優れたモデルであったことの何よりの証左であろう。しかし、サブプライム問題に端を発し、2008年のリーマン・ショックでピークを迎えたグローバル金融危機は、金融システムの危機ばかりでなく、会計基準の危機、外部監査制度の危機を招いた。その結果、ECによるグリーンペーパー、米国PCAOBによるコンセプトリリース、そして国際監査・保証基準審議会（IAASB）による監査報告書の改訂に関する公開草案が相次いで公表され、監査報告書の様式や提供すべき情報の見直しが検討されている。例えば、IAASBの提案では「主な監査事項（Key Audit Matters, KAM）」の開示が提案されているが、これによって財務諸表利用者も、監査におけるリスクアプローチのもと監査人がどのような問題意識を持って、財務報告書作成企業の監査に臨んだかが理解できるようになると期待される。

KAMのような情報を財務諸表利用者がどのように使いこなしていくか、あるいは新しい様式に従った監査報告書がどの程度利用者の意思決定に影響を与えるかどうかは、監査報告書の新様式が制度化され、実際に使われてみないと予想するのは困難である。このような制度・様式の見直しが提案されているという事実は、極めて堅牢であった現行の監査報告書や監査意見のモデルが維持困難なほど、グローバル金融危機の影響が大きかったと言える。こうした動きは、単に監査制度の見直しというよりは、広く資本市場改革の一環であると捉えられるべきである。

市場参加者の信頼こそが資本市場の生命線

金融システムにせよ、資本市場にせよ、極めて複雑であるにも関わらず、実に精妙に機能する。まさに「神の手」に導かれるままに機能しているとしか思われぬ。おそらく普通の人々が考えているより、金融システムや資本市場は、堅牢（robust）であり、復元力（resiliency、パーゼルⅢ等の文書では「強靱性」と訳される）が高い、と筆者は考えている。そうした堅牢さや復元力は、システムそのものに対する信頼感、ひいては投資対象や取引相手に対する信頼感に根差している。

多少の市場の動揺であるならば、市場参加者の信頼感の回復に応じて、金融システムや資本市場は復元力を発揮するだろう。しかしながら今次グローバル金融危機においては、巨大金融機関の救済を含む、巨額の公的資金注入を政治決断しない限り、復元で

きないところまで追い込まれた。そこで、金融資本市場の復元力（強靱性）の強化が、金融危機を踏まえた金融資本市場改革の大きな柱となったのである。その目標達成には、失われた金融システムや資本市場に対する市場参加者の信頼を回復させることが必要不可欠である。今回の金融危機は、あまりにも衝撃が大きかったが故に、様々なサブシステム・レベルにおいても、市場参加者の信頼回復が求められている。

そもそも、資本市場、特に、株式市場は、企業の所有と経営が分離されていることを暗黙の前提としている。所有と経営が分離しているが故に、株式という有価証券の第三者への転売が可能になる。そして、第三者への転売が円滑に行われるためには、株価（有価証券価格）の透明性が欠かせない。そのような価格の透明性は、幅広い参加者による競争的な価格付けによって初めて可能になる。幅広い市場参加者を確保するためには、まず何よりも株式会社制度や資本市場に対する市場参加者自身の信頼が確保されねばならない。財務報告制度と公認会計士による財務諸表監査制度は、その重要な礎石の一つであり、それ故監査制度の見直しは、資本市場改革の重要な一環なのである。

さて、所有と経営が分離しているということは、そこに委託＝受託関係が存在するということである。本来、委託・受託関係は、委託者と受託者との間の強い信頼関係がなければ成立しない。仲間内で資金（資本）を出し合って、その成果を分け合うというような原初的な株式会社は、所有と経営の分離、委託・受託関係など曖昧であったろうし、その仲間のうち特に組織力、リーダーシップに優れた人間が指導者＝経営者となったのだろう。

しかし組織が複雑化して、より経営者としての専門能力が求められるようになると、所有と経営の分離はさらに進行せざるを得ない。さらに株式会社制度によって、株主の有限責任が確立され、第三者からの資金調達が可能になると、資金提供者と経営者の委託・受託関係がより明確なものとなる。

また仲間同士で資金を出して経営を任せる場合に比べて、資金提供者と経営者の同士の信頼感は、「手触り感」を失い、抽象的なものとならざるを得ない。そうした抽象的な信頼感を、より確かなものとするために受託者たる経営者に課せられるのが「受託責任」*1である。

しかしながら、委託・受託関係のあるところに、プリンシパル・エージェントの関係が必ず存在する。そしてプリンシパルとエージェントの間には、本源的な利益相反の可能性が存在する。その可能性が顕

*1 ちなみに「受託責任」は、「機関投資家の責任」という意味でも使われる。この場合、英国では“stewardship”という用語が使われ、米国では“fiduciary duty”という用語が使われることが多い。最近わが国でも制定された「スチュワードシップ・コード」は「機関投資家の責任に関する原則」であって、経営者の受託責任を意味しない。

現化したものが、エージェンシー・コストであると考えられる。そもそも「受託責任」が強調されるのは、そうした本源的な利益相反の可能性が意識されたからであろう。そうした精神的な倫理規定により、「受託者の責務」からの逸脱を牽制したのだと思われる。

ここで言う「受託責任」とは、経営者が、委託者たる株主から提供される資本を有効に使い、株主からの期待に応じて利益を稼得する責任を有することを指している。IFRSの「概念フレームワーク」に規定される「受託責任 (Stewardship)」とは、まさにそのような意味で使われている。受託者である経営者は、財務報告を通じて、業績報告を行うと同時に、株主より託された資本を有効に利用したということを「説明する責任 (Accountability)」を負っている。

しかし、エージェントである経営者による説明が信頼に足るものであるかどうかは、一概には言えない。プリンシパルとエージェントの間に強い信頼感があれば、それで十分かも知れない。あるプリンシパルとエージェントの間にはそのような信頼感、絆があることが理想ではある。しかし、制度設計にあたって、プリンシパル・エージェント間の信頼関係

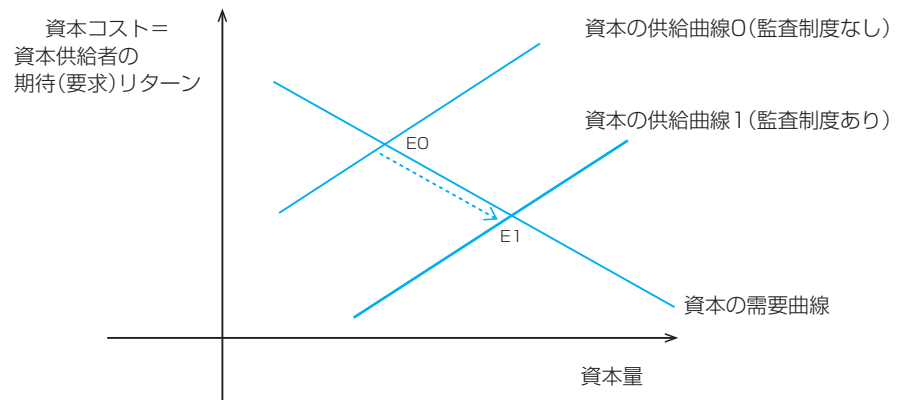
を前提とすることはあまりに楽観的に過ぎるだろう。

監査制度の経済学

我々は、少なからぬ企業において莫大なエージェンシー・コストが発生し得ることを、あまりにもしばしば経験してきた。エージェントである企業経営者とプリンシパルである資本提供者の間に情報の非対称性が存在するからである。その結果、資本提供者が自分の投資先企業の説明に対して一々「懐疑心」を発揮することになれば、それは資本市場においては、市場全体のリスクプレミアムの上昇、資本コストの上昇という形で現れるだろう。それはそれで一つの資本市場における解決策ではあると思う。

しかし、それでは、本来より低コストで資本調達ができるはずの大多数の健全な企業が、より高い資本コストを受け入れなければならないということでもある。より現実的かつベターな解は、企業の経営者による説明が十分に信頼に足るとする「保証」を、独立した専門家が与えることである。資本提供者に代わり、専門家が「職業的懐疑心」を持って、財務諸表および財務報告に関しその適正性を保証するこ

図 監査制度の有無と資本市場の均衡



出所：みずほ証券経営調査部

との制度的な根拠はここ存すると思われる。

資本提供者（投資家）にとっても、情報の非対称性が緩和されることで不確実性が減少するなら、より低いリスクのもとで、同程度以上のリターンが期待できることになる。この結果、資本供給量が増える。言い換えれば、キャッシュのまま置くよりも、実際に投資して運用する金額が増えるということである。

これを模式的に描いてみたのが上図である。上図において、監査制度の無い場合に比べて、監査制度のある場合には、情報の非対称性の緩和・不確実性の減少の効果により、資本供給曲線が右下方にシフトする。他の条件が等しければ、資本需要曲線は変化しないが、資本供給曲線は右下方にシフトする効果により均衡点はE0からE1へとシフトする。E0とE1を比べるとE1のほうが、資本の供給量は増え、かつ企業にとっての資本コストは低下している。

監査制度の存在は、同時に資本提供者にとっても大きな恩恵がある。投資可能額のうち現金からより期待リターンの高い株式等有価証券へ、より多くの資金を振り向けることにより、投資可能額（運用資産額）に対する期待リターンが上昇するからである。

このような簡単な分析でも、外部監査人による監査制度の存在が、資本市場ひいては社会全体の厚生に与える影響の大きさを確認できる。監査制度の存在によって、我々資本市場参加者が得ている恩恵は極めて大きくかつ本源的なものである。

ではそうした恩恵を受けるために、資本市場参加者はどの程度のコストを支払っているのだろうか。2013年度における4大監査法人のグローバル総収入は単純合計で、実に1,137億ドルにも達するが、これは日本円では11~12兆円ということである。さすがにBig Fourと呼ばれる規模である。このうち490億ドル、5兆円が監査・保証業務関連収入で4大監査法人の総収入の約43%を占めている。

一方、4大監査法人の決算月に合わせて*2、国際取引所連合の統計に基づいて世界の株式市場の時価総額の12か月平均を取ってみると、2013年度は51.5兆ドルであった。つまり4大監査法人に支払われた監査・保証コストは高々0.095%（9.5bps）に過ぎない。生憎、世界の上場企業の監査市場における4大監査法人の正確なシェアは分からないが、その大きな影響力を考えるなら他の監査法人のシェアは大きくても20~30%程度と見れば十分であろう。世界の株式時価総額に対する監査コストは、大きくても0.12~0.14%程度と思われる。

外部監査人制度がない場合にどの程度資本コストが上昇するか正確に測定するのは困難である。しかし、その上昇幅が0.12~0.14%という水準ではないだろうということは、容易に想像される。株価の一日の1%の変動というのは決して珍しいことではない。こうした日々の株価の変動と、恒久的な資本コストの上昇を同列に論じることはできないが、財務報告制度の信頼性が損なわれることによって毀損される価値は、世界の株式時価総額の1%、5000億ドルを上回るだろうと述べても、かなり控え目な推定であると思われる*3。

ここでは株式市場のみを対象としたが、財務諸表利用者はエクイティ投資家に限らない。社債投資家、デリバティブズの投資家・利用者、財務諸表作成者である発行体という全てが監査制度の恩恵を被っていることを考えれば、この推定値がいかに控えめなものかが分かる。一見監査のコストは極めて巨額であるが、監査制度がないことによる資本市場の損失はそれを大幅に上回るだろう。

このように考えてみると、資本市場が円滑に機能する上で、資本提供者＝財務諸表利用者が、外部監査人による外部監査、独立監査人による監査報告書を信用できることが、どれだけ重要であるか、我々は認識を新たにすることがある。それは同時に、専門的職業人としての監査人が担う社会的責任がいかに大きいのか、ということでもある。

おわりに

監査制度、あるいは監査法人のビジネスモデルの本源的な矛盾は、最終的な受益者である株主・投資家が監査コストを直接的に負担するのではなく、財務諸表作成者たる経営者が実質的に監査人を選任しそのコストを払う決定を行う点にある。その意味で、監査人の利害は形式的には株主・投資家ではなく、経営者のそれに一致する。

本シリーズ第一回で太田順司氏も強調されていたことであるが、監査報酬を払っているのは、監査報酬は経営者が払うのではなく、株主が支払うものだというのが原理原則である。しかし、粉飾決算など会計不正の事例が発生してしまうと、監査人の独立性、中立性に対して疑問が出てきてしまう。

こういう事例が単発的で、組織だったものでなければ、制度を揺るがすには至らない。しかし、近年、わが国でも国際的にも大型の不正会計事件等、公認会計士監査への信頼が揺らぐような事案が相次いだ。2013年3月「監査における不正リスク対応基

*2 デロイト・トウシュ・トーマツが5月決算、PwC及びE&Yが6月、KPMGが9月。各監査法人の年度に対応して世界の株式時価総額の12か月平均値を計算し、各監査法人の収入により加重平均した。

*3 ここで、株式時価総額1%の毀損ということは、資本コスト1%の上昇を意味するわけではないことにはご留意いただきたい。仮に株式資本コストが1%上昇すれば、株式時価総額の毀損は10%以上にも達するはずである。

準」が設定され、IAASB等により、国際的にも監査報告書の様式について改善提案がなされているのは、そうした事案により監査制度そのものに対する信頼が揺らいだことの反映である。

本稿で見た通り、資本市場の生命線は、市場参加者の信頼である。監査制度は、普段は意識されないものの、その重要性はどんなに強調しても強調し

ざることはない。監査人の方々には、その社会的責任の大きさ、影響の大きさをよく自覚し、職業人としての誇りを持って、財務報告制度、監査制度への信頼を守り、高めていって頂きたい。

以 上

くまがい ごろう
熊谷 五郎

略歴

1982年慶應義塾大学経済学部卒業、野村證券入社。1987年ニューヨーク大学大学院MBAコース修了。野村総合研究所国際調査室調査課、野村投資顧問（現野村アセット）株式運用部海外運用課、日興ソロモン・スミスバーニー株式調査部等を経て、2004年みずほ証券エクイティ調査部シニア・ストラテジスト。2007年より同社経営調査部上級研究員（現職）。京都大学経営管理大学院客員教授（現任）。

IFRS諮問会議（IFRS Advisory Council）委員、金融庁企業会計審議会監査部会臨時委員、企業会計基準委員会IFRSのエンドースメントに関する作業部会委員、同ASAF対応専門員会委員等、国内外の会計基準設定や監査制度に係る各種委員会に、財務諸表利用者代表として参加している。

主要著書・論文：『金融・資本市場改革とインセンティブ問題』（証券アナリストジャーナル）、『金融商品会計基準の改訂と金融規制改革』（企業会計）、『詳解 パーゼルⅢによる新国際金融規制』（共著、中央経済社）等。